

浓香白酒老大 渐显奢侈品风范 维持评级

——五粮液（000858）10年中报点评

2010年8月11日

强烈推荐/维持

五粮液

财报点评

刘家伟 食品饮料行业分析师

 010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn; MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

事件:

8月11日五粮液发布10年中报: 本期五粮液系列酒产销增长较好, 产品结构进一步高端化; 实现收入75.77亿元, 归属母公司股东净利润22.61亿元, 扣除非经常性损益为22.68亿元, 同比分别增长41.85%、40.91%和42.34%, 基本每股收益0.596元; 酒类收入69亿元, 同比增加19.94亿元, 增长40.46%, 其中高端酒收入55.56亿元, 占酒类收入比重从09年中期69.04%提升至80.47%; 预收账款52亿元, 同比增长18倍; 本期不分配。

表 1 公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09.1-6	09Q3	09Q4	09A	10Q1	10Q2	10.1-6
营业收入(百万元)	3338.85	2002.04	5340.89	2688.79	3099.54	11129.22	4493.63	3082.92	7576.55
增长率(%)	8.19	32.49	16.18	35.70	128.85	40.29	34.59	53.99	41.86
综合毛利率(%)	67.45	52.92	62.00	62.76	73.23	65.31	69.87	63.77	67.39
期间费用率(%)	10.88	22.45	15.22	18.53	18.79	17.01	15.50	21.73	18.03
营业利润率(%)	49.70	24.15	40.12	37.49	46.33	41.21	46.28	32.75	40.77
净利润(百万元)	1269.28	350.62	1619.90	762.81	1083.96	3466.67	1578.09	765.10	2343.18
增长率(%)	24.97	19.90	23.83	157.76	380.45	89.47	24.33	118.21	44.65
每股盈利(元)	0.33	0.09	0.42	0.18	0.25	0.86	0.40	0.19	0.60
资产负债率(%)	11.46	22.42	22.42	27.78	30.07	30.07	29.06	29.71	29.71
净资产收益率(%)	9.97	2.69	12.54	5.15	6.62	22.73	9.62	4.63	14.17
总资产收益率(%)	9.11	2.26	10.76	4.29	5.45	20.19	7.23	3.32	10.63

资料来源: 公司10中报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- 多因素导致本期收入与利润同比增长超四成, 公司治理转型较为彻底应是根本性原因和最大动力。** 根据公司披露, 本期收入与利润增速达到四成以上主要由于三层因素: 主打产品五粮液及其系列酒销售增长、09年4月实施的收购酒类相关资产五家子公司收益计入和09年7月成立的酒类销售公司收益计入等。我们认为, 包括五粮液及其高价位系列酒、五粮春、五粮醇、六和液等中价位酒在内的产能及产销量的增长的确是本期业绩大幅增长的基础和直接表征, 但取得如此增长的深层次或根本性原因在于09年公司治理实现了跳跃式转型, 这一转型同时成为09年以来业绩大幅增长的最大动力: 09年开始, 公司收购了集团公司所属的酒类资产、取消集团公司原独资酒类销售公司代之以新的合资销售公司且集团公司股权最终被压缩至5%, 使得高价位酒绝大部分收入特别是利润归集团公司占有的这一历史问题几乎得以全部彻底解决, 而所产生的一系列积极效应则有效推动公司进入较快较好增长通道, 这些效应包括: 集团公司对上市公司的话语权或控制权被有效削弱、高端酒产销放量提速、上市公司高管及员工薪酬待遇改善同时提高了生产经营积极性、销售渠道不断丰富优化特别是团购力度加大所产生的销售收入占比增加等。

- **公司各项指标进入良性轨道，特别是结构优化作用明显，高价位酒贡献增长，不愧为一线白酒转型创新典范。**我们预计本期公司系列酒销售同比增速13%左右，销量达5.15万吨，根据公司披露酒类收入69亿元，同比增加19.94亿元，增长40.46%，主营收入占比继续维持高位达到91.13%，仅比09年中期的91.85%下降0.82个百分点或0.89%，在非酒类收入上涨的情况下继续保持白酒主业的高占比难能可贵；高端酒收入55.56亿元，占酒类收入比重从09年中期69.04%提升至80.47%，提高了11.43个百分点或16.55%，表明产品结构进一步高端化；产品结构高端化导致吨酒销售均价增长及毛利率提升——高价位酒毛利率从09年中期的83.25%提升至85.40%，提高2.15个百分点或2.58%，综合毛利率由09年中期的62%提升至本期67.39%，增5.39个百分点或8.69%；销售净利率从09年中期的30.33%略升至30.93%，提高0.6个百分点或1.98%；预收账款达到52亿元，同比增长18倍，也高于09年全年43亿元近21%。
- **出口收入达2亿元，同比增长134.22%，似乎表明公司出口业务重新进入快速增长轨道，有利于推动五粮液品牌国际化。**本期公司国内收入73.37亿元增长39.61%，增速大大低于出口收入（销售给进出口公司的收入）的134.22%。从公司开始披露中报以来的数据看，2005-2009年中期的出口收入分别为0.56亿元、0.99亿元、1.15亿元、0.82亿元和0.86亿元，中间有高有低，并非直线前进，但本期已创出历史新高，甚至比茅台的1.55亿元还多出5000万元。如果这一势头能够保持下去，我们可以预期公司高端白酒五粮液走出国门、获得更多国际市场是值得期待的（销售给进出口公司的酒皆为五粮液）。

消极因素：

- **二线白酒品牌争夺中高端市场，对公司构成竞争。**近几年二线白酒崛起并成功推出了一些中高价位酒，对公司产品形成竞争，而且由于采取了终端拦截等营销方式，公司的部分区域市场份额受到挤压而下滑；
- **成本、费用和政策性压力会有所增加。**今年以来国内粮食等原辅材料价格上涨，包括工资等在内的人工成本也呈上升趋势，新产品酱酒可能需要较多的营销费用，公司面临的成本费用压力逐渐增大；与此同时，国家在白酒税收方面越来越严格，限制白酒消费政策的不断调整将加大公司的经营压力。

业务展望：

- **下半年白酒出厂价上涨可能性较大，公司系列酒有望顺应市场从中受益。**下半年历来是白酒消费旺季，多数时候从备战中秋销售高峰开始，白酒价格都会普涨。近期全国各地高端白酒终端价普遍上涨，有的地区涨幅很大，超过30%，虽然厂家并未公开宣布提高出厂价，但终端价的上涨似乎隐藏着出厂价的上涨。所以，我们依据白酒涨价惯例，预计公司下半年也会不同程度地提高出厂价，从而提振业绩预期；
- **公司产销量增长是大势所趋，成为公司业绩上涨的重要因素。**公司董事长唐桥在09年下半年提出高端酒五粮液会加快放量，其他酒也会放量。我们认为，公司有40多万吨的总产能，其高端酒五粮液产能可达3万吨/年左右，今年可能销售1.2万吨，假如每年销量增长10%即大约1300吨-1500吨左右，也会有8-10年左右的持续放量周期；而从“分段摘酒、分别酿制成品酒”这一浓香型白酒的独特科学工艺来看，公司构筑起科学的不同品质、不同价位的产品体系（高端的五粮液+中端的五粮春+五粮醇+六和液……+尖庄），通过产销量的增长，再配之以相应的营销体系以及提价等因素，实现业绩增长的中长期趋势均是成立的；
- **新产品“永福酱酒”将于秋季推出，预计可带来一定业绩贡献。**作为公司产品创新的最大成果“永福酱酒”推迟一年至今秋上市，价格区间压缩至茅台之下、郎酒之上，重心在500元/瓶一带，凭借公司所处的“川南酒带”特殊区位优势、“五粮液”这块金字招牌，以及比较完善的营销体系等，我们认为其市

场表现应可期待，预期2011年会产生一定的业绩贡献。

- **资源和产品的稀缺性和独特的消费文化，五粮液高端酒有可能成为奢侈品，从而带来很大的价格上升空间。**我们认为，五粮液具有突出的奢侈品潜力，主要理由是：第一，独特的产地区位优势不可复制。业内公认的国内白酒最好最大产地是包括剑南春、水井坊、泸州老窖、郎酒、五粮液和茅台等在内的“川南酿酒带”，独特的温润气候、地理地貌、经济社会文化变迁等，造就独特的白酒酿造优势——原材料、生物群落和悠久历史文化等，这一区位优势及其丰富的内涵在别的国家和地区是无法复制的；第二，众所周知的浓香型白酒采取分段摘酒、分别酿制品质不同的成品酒等科学工艺，使得高端酒仅能占10%左右，甚为稀少，并且随着储藏年份的久远而品质更优，其饮用与收藏等多重价值更加丰富；第三，就五粮液目前不到900元/瓶的价格看，随着消费升级的深化，与洋酒动辄每瓶几千元的价格相比，其性价比优势十分突出；第四，五粮液属于多粮酿造和纯粮酿制，绝非酒精勾兑，其营养成分自然丰富而独特；第五，五粮液的品牌价值已经达到400多亿元，是国内浓香型白酒老大，与奢侈品追求功能性与精神性价值这一点相比已经比较契合了，而且其品牌的国际化运营正在推进，从“中国的五粮液”走向“世界的五粮液”只是时间问题；第六，五粮液与茅台相比无论是市场、品牌还是其他方面，不应是此消彼长的关系，而应是相得益彰的，一旦茅台率先走向奢侈品舞台（近期茅台53°国内最高终端价已接近1200元），则五粮液应该顺理成章，与之并驾齐驱。

盈利预测及投资建议

综合考虑公司在国内白酒行业所拥有的资源、区位、产品、营销、公司治理、品牌等各方面优势，我们认为它具有较长时期的持续快速增长能力，一旦走上奢侈品舞台，则业绩与估值将会形成巨大增长空间。从保守角度分析，维持2010-2012年业绩预测：EPS约1.20元、1.60元和2.1元，对应PE24倍、18倍和14倍，以一线白酒30倍PE测算，目标价可达36元、48元和60元，估值明显偏低，故维持“强烈推荐”评级。

表 2 2010 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	应收票据较期初减少 30.68%	应收票据到期转银行存款
2	预收款项较期初增加 20.44%	预收酒款增加
3	销售费用增长59.57%	主要系公司营业收入和销售量增长
4	营业税金及附加较期初增加 81.14%	销量增加及白酒消费税政策的调整
5	管理费用较期初增加 81.65%	并表单位增加而增加的费用以及租赁费、职工薪酬、新产品研发等费用的增长
6	财务费用较期初减少 90.12%	货币资金增加引起的利息收入增加

资料来源：公司10年中报，东兴证券研究所

表 3 公司 2010-2012 年业绩预测表

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	7,933.07	11,129.22	15024.45	19531.78	25391.32
(+/-)	8.25%	40.29%	35.00%	30.00%	30.00%
经营利润（EBIT）	2,431.13	4,586.67	5510.89	6081.56	7985.09
(+/-)	11.35%	88.66%	20.15%	10.36%	31.30%
净利润（百万元）	1,829.70	3,466.67	4586.40	6081.56	7985.09

(+/-)	23.27%	79.20%	32.30%	32.60%	31.30%
每股净收益(元)	0.48	0.86	1.21	1.60	2.10

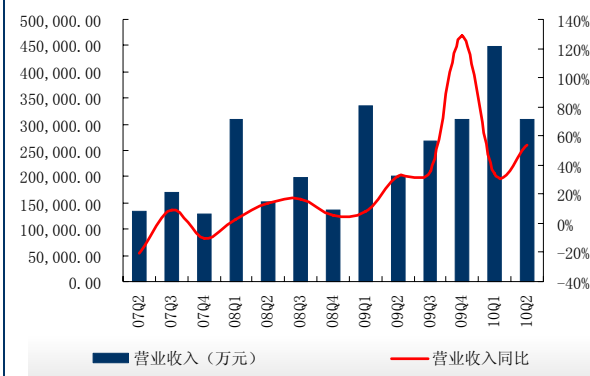
资料来源: 东兴证券研究所

表 4 五粮液 2010 年 DCF 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	50.09	44.15	-	58.49	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	48.58	42.38	-	57.34	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	12.22	10.18	-	15.34	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	46.46	40.40	-	54.74	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	33.87	29.26	-	40.54	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	45.82	38.59	-	57.88	贴现率±1%，长期增长率±1%

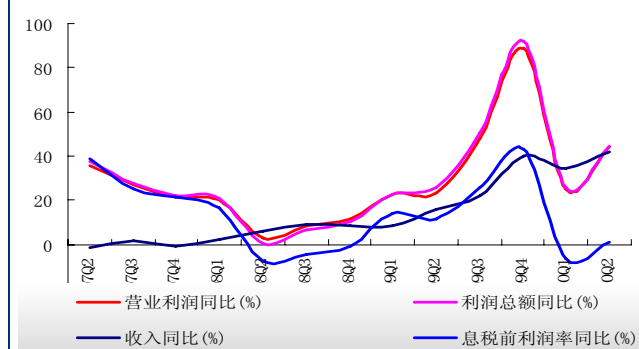
资料来源: 东兴证券研究所

图 1: 07Q2-10Q2 公司收入变动情况



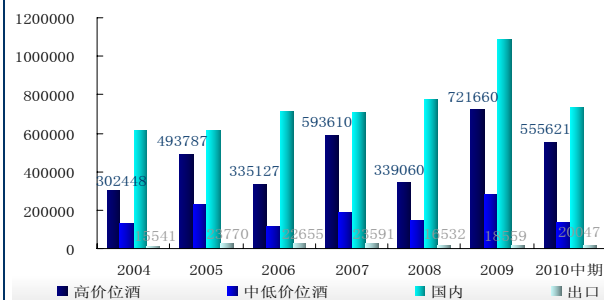
资料来源: 公司披露, 东兴证券研究所

图 2: 07Q2-10Q2 公司营业利润等指标变动情况



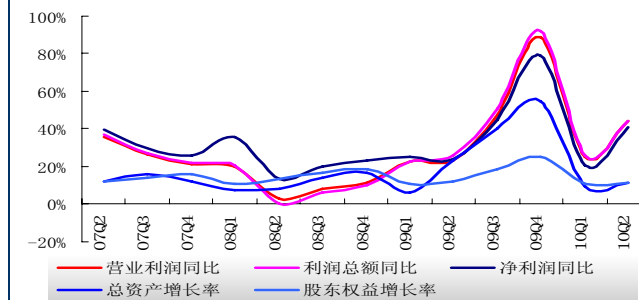
资料来源: 公司披露, 东兴证券研究所

图 3: 04Q4-10Q2 公司产品与地区收入结构变化情况



资料来源: 公司披露, 东兴证券研究所

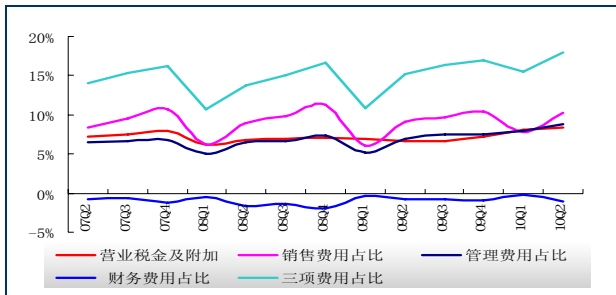
图 4: 07Q2-10Q2 公司成长能力变动情况



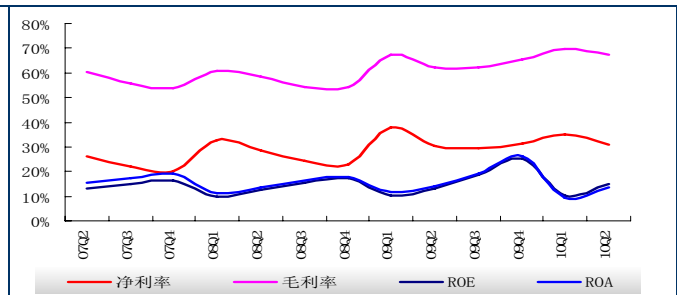
资料来源: 公司披露, 东兴证券研究所

图 5: 07Q2-10Q2 公司税金及各项费用占比变化情况

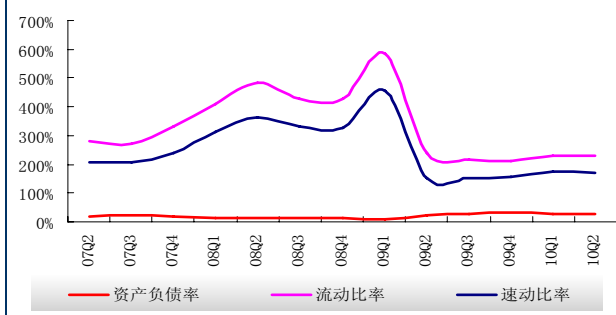
图 6: 07Q2-10Q2 公司盈利质量与盈利能力变动情况



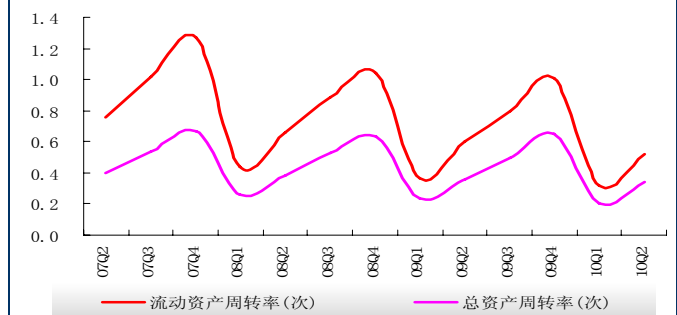
资料来源：公司披露，东兴证券研究所



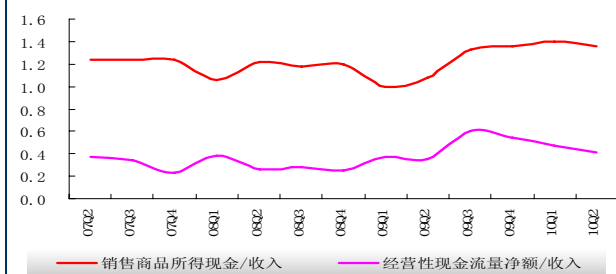
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：07Q2-10Q2 公司资本结构与偿债能力变化情况
图 8：07Q2-10Q2 公司运营能力变化情况


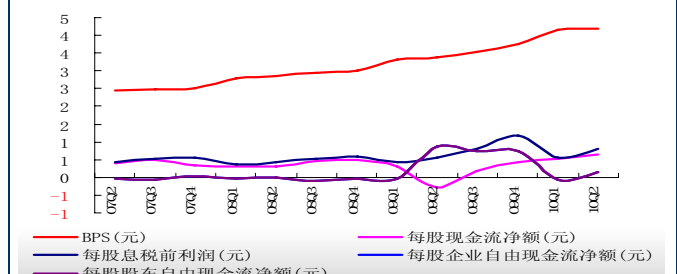
资料来源：公司披露，东兴证券研究所



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：07Q2-10Q2 公司现金流变动情况
图 10：07Q2-10Q2 公司每股财务指标变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附：今年以来公开发布报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
2	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
3	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
4	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
5	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2-8
6	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2-11
7	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
8	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
9	深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23

10	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2-23
11	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
12	增长质量提升 销售拐点将现——燕京啤酒（600573）09 年报点评	强烈推荐	2-25
13	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——燕京啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
14	09 年平稳增长 10 年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2-26
15	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09 年报点评	强烈推荐	3-2
16	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
17	第八周食用农产品价格降 1% 继续看好食品饮料-商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
18	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	3-5
19	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
20	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
21	第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
22	2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	3-12
23	五粮液（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
24	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	3-17
25	求变增强各方信心 维持强推评级——燕京啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
26	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
27	收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液（000858）09 年报点评	强烈推荐	3-18
28	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22 日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
29	第 11 周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
30	受益自养自宰 预期更可向好——黑牛食品（002299）09 年报点评	推荐	3-26
31	得利斯山东肉制品龙头纵横布局——得利斯（002330）09 年报点评	推荐	4-1
32	净利润增长 227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09 年报点评	强烈推荐	4-1
33	东兴证券研究所 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
34	第 12 周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-3
35	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒 10 年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
36	第 13 周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-8
37	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-14
38	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
39	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	1-4
40	第 15 周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-22
41	第 16 周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部 36 个大中城市价格监测点评	看好	4-29
42	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展（002299）深度报告	强烈推荐	5-4
43	第 17 周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-5
44	4 月 CPI 食品类涨 5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局 4 月食品类价格数据点评	看好	5-12
45	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液（000858）5 月 13 日北京交流会快报	强烈推荐	5-13
46	第 18 周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-13
47	第 19 周猪价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-19

48	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5-21
49	第20周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	5-26
50	功能糖巨人 健康经济功臣——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐	5-28
51	第21周菜肉降幅收窄 粮价上涨0.2% 好看啤酒饮料——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	6-3
52	“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品（002387）调研快报	强烈推荐	6-3
53	营养美食转型酒 健康经济新趋势——食品饮料09年报和10年一季报回望	看好	6-8
54	第22周菜价跌猪价升 行业四大看点 维持评级——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	6-10
55	10年中期业绩预增152%-184% 维持评级——金种子酒（600199）10年中期业绩预增公告点评	强烈推荐	6-18
56	第23周猪肉水产略涨 看好“世界杯”与健康食品饮料相关公司——商务部36个大中城市数据点评	看好	6-22
57	水灾损失冲减因素多 维持业绩预测与评级——圣农发展（002299）水灾受损公告点评	强烈推荐	6-22
58	第24周健康饮食、配料和中报预增公司值得关注——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	6-25
59	鸡价低迷 暂调低预测与评级 长期继续看好——圣农发展（002299）中期业绩修正公告点评	推荐（调降）	7-9
60	玉米涨价吞噬利润 全年降压力有效 维持评级——圣农发展（002299）10年中报点评	推荐（维持）	7-19
61	营销转型慢于产品创新 调低预测与评级——惠泉啤酒（600573）10年中报点评	推荐（调降）	7-22
62	主品牌强者恒强 净利润增25% 维持评级——燕京啤酒（000729）10年中报点评	强烈推荐	7-22
63	白酒主业更强 增长177% 维持评级——金种子酒（600199）10年中报点评	强烈推荐	7-27
64	发力健康经济的黑牛——黑牛食品（002387）调研报告	强烈推荐	8-10
65	即将发力京沪广 全年增长有望超五成 维持评级——皇氏乳业（002329）10年中报点评	强烈推荐	8-10

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，1993年进入证券市场，2007年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。